

## ストラテジーブレティン (274号)

日本株「非理性的悲観(irrational pessimism)」の是正が始まった  
～日経平均4万円へ一直線、さしたる押し目はない～

株価の急騰は驚異的で、日経平均は30,000円とバブル崩壊以降30年振りの大台回復を果たした。今年に入ってから株式パフォーマンス(2月19日まで)は、日本(日経平均)が+8.8%で先進国中最高、米国(SP500)+3.8%、欧州(STOX600)+3.2%を大きく上回る。世界的な半導体ブーム、その恩恵をフルに受けている韓国 KOSPI +8.1%、台湾加権+11.0%に伍する好パフォーマンスである。株式バブル説花盛り、読売新聞や毎日新聞は連日コラムや社説で、株価バブル批判を展開している。だがそれは誤りである。メディアも専門家も、言質に責任を負うべき、言いつばなしではいけない。投資家にとって2021年の最大のリスクは、「持たざるリスク」であり、「資産価格下落リスク」でないことは、昨年と同じであろう。

株式会社 武者リサーチ

代表

武者 陵司

代表電話 (03) 5408-6818

E-mail: musha@musha.co.jp

www.musha.co.jp

〒105-0021

東京都港区東新橋2-18-3

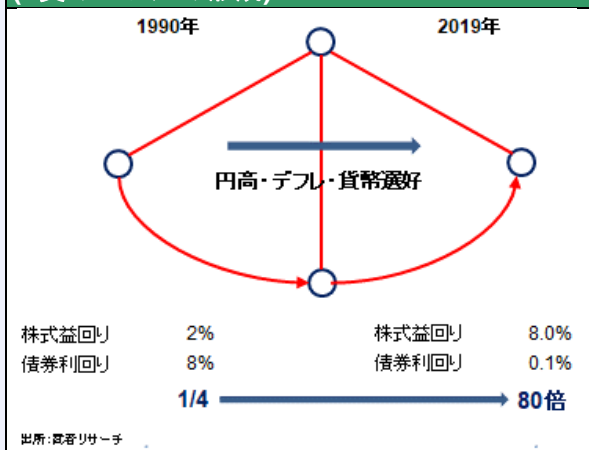
ルネパルティーレ汐留901

## (1) 日本にだけ定着した「負のバブル」の是正

## Irrational pessimism の正体

日本株式に関して「非理性的ペシミズム(irrational pessimism)」の是正が始まったことが特筆される。過去30年間に米国NYダウは3,000ドルから30,000ドルへと10倍になった。しかし日本株式(日経平均)は30,000円と全くの横ばいであり、株式パフォーマンスは10分の一という極端な割負けであった。この10分の1を形成している中身は半分が異常な値上がりバブルの是正であったが、あとの半分は「負のバブル」の形成であった。1990年には預金金利・債券利回りが8%の時に、配当利回り0.5%、株式益回り2%(PER50倍)であり、株式は明白なバブルであったが、コロナ前の2019年も預金金利・国債利回り0%の時に、配当利回り2%、株式益回り8%(PER13倍)となっており明白な「負のバブル」であった。

図表1: 極から極へと振れた株式対債券利回り (=負のバブルの形成)

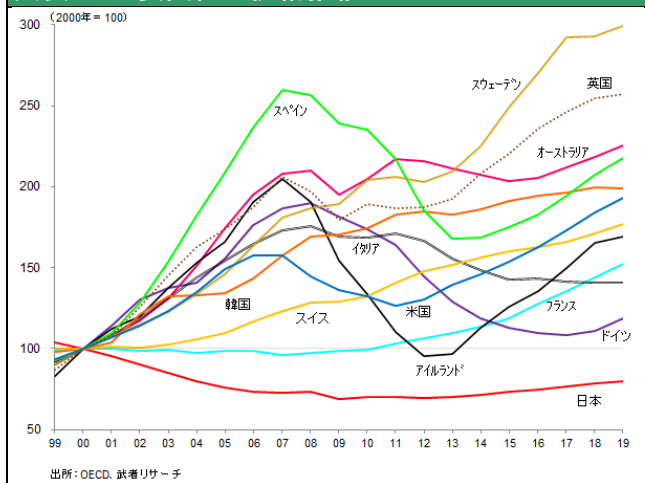


## Irrational pessimism ① 「負のバブル」

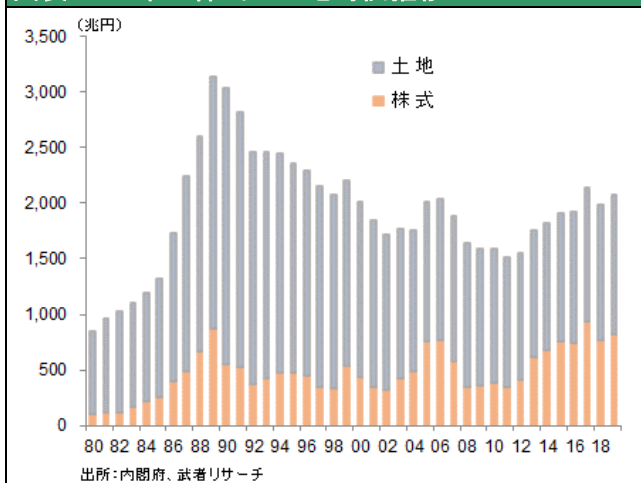
失われた30年の間に日本株式を巡って「非理性的ペシミズム(irrational pessimism)」が染みついてしまった。日本は成長できない特別の国だ(少子高齢化、突出した財政赤字等を口実とした)との誤った思い込みが、アカデミズム、メディアで定着してしまった。今、二つの「非理性的ペシミズム(irrational pessimism)」①異常に割安な株式バリュエーション「負のバブル」、②極端なリスク回避の金融資産ポートフォリオ、の是正運動が起きている。株式バブルとは株価が本源的価値からかけ離れており、それはいずれ市場価格の急変により是正されるものだが、バブルには二通りが存在している。通常は値上がりしすぎのバブルであるが、日本には値下がりしすぎの「負のバブル」が定着している。図表2に見るように株式や住宅のバブ

ルは日本だけではなく全世界で発生し崩壊したが、その後大半の国の資産価格はバブル前の水準に戻っている。バブルが崩壊したまま元に戻らなかったのは日本だけであり、日本においては値下がりしすぎの「負のバブル」が定着してしまっただけである。図表3は日本の資産価格(土地+株式時価)であるが、1989年3,142兆円であったものが土地、株価の過剰な値下がりにより、2011年には1,512兆円と半減し、著しい負担を企業と銀行、家計に与えた。今この過剰な値下がりの是正運動が起きているのである。

図表2: 主要国住宅価格推移

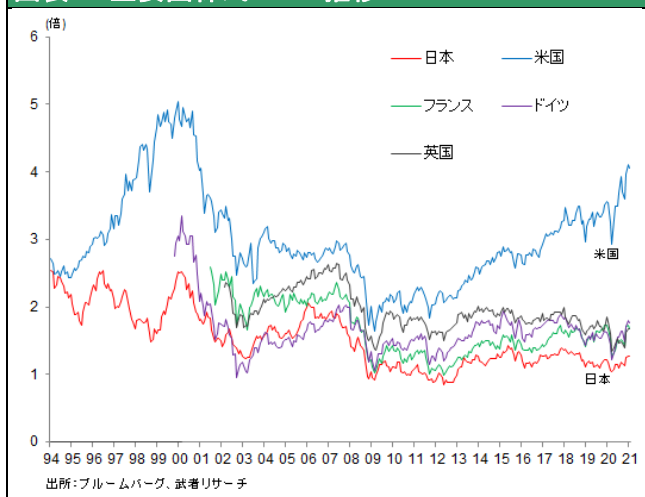


図表3: 日本の株式+土地時価推移



こうしたことの結果、日本株式のバリュエーションは先進国で最低水準になっている。日本と各国のPBRを比較すると米国4.1倍、英独仏1.7倍、日本1.2倍と極端な割安が存在している。これが欧州並みに是正されるだけで日本株式は4割上昇する。米国の半分の2倍まで是正されるとすると、株価は8割の暴騰となる。今この日本に固有の「負のバブル」の是正が始まっていると考えられる。

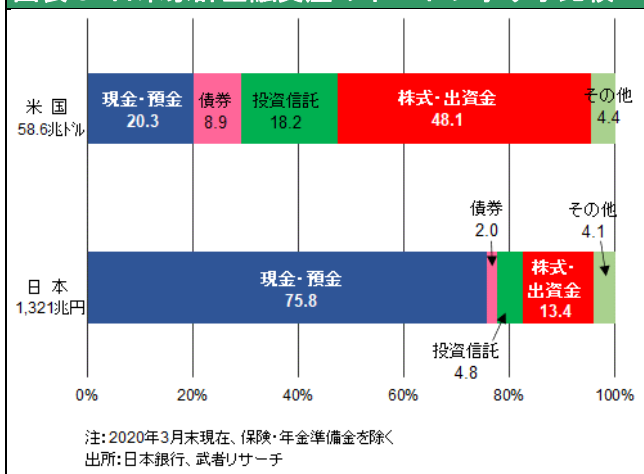
図表4: 主要国株式PBR推移



### Irrational pessimism ②極端なリスク回避ポートフォリオ、最悪パフォーマンス

また日本人の金融資産ポートフォリオにおいては、いわゆる安全資産(現預金・債券)保有への極端な偏りが、家計、機関投資家に定着してしまっただけである。例えば家計の自由に運用できる金融資産(全体から年金保険の準備金を除いたもの)の構成比率を日米で比較すると、米国では株式・投信66%、現預金・債券29%であるが、日本は現預金・債券78%、株式投信18%と、極端なリスク回避型になっている。株式はほぼ2%の配当と(利益成長による)値上がりが見込まれるが、現預金は利息ゼロ、債券に至っては利息ゼロに加えて将来の金利上昇(=値下がり損)が見込まれるのであるから、この日本のポートフォリオは「非理性的ペシミズム(irrational pessimism)」に支配されていると言わざるを得ない。日経平均が過去10年で4倍、過去1年で2倍に上昇した実績を目の当たりにし、怒涛のような資金シフトが「安全資産」から株に向かわざるを得ないのではないかと。今進行している日本株高がそうした「非理性的ペシミズム(irrational pessimism)」の是正であるとする、この株高にさしたる押し目は考えにくい。一直線の水準訂正が起きるだろう。

図表 5: 日米家計金融資産のポートフォリオ比較



## (2) 株式バブル論の根底的誤り

このように考えれば悲観論者は色眼鏡を外す時である。長期にわたるデフレと経済停滞で、日本の投資家心理は悲観の色眼鏡に慣れ親しんでしまった。しかし早く今それを変えないと投資損失を被るかもしれない。特に、①資産価格値上がりはいずれバブル崩壊という罰を受ける、②金融緩和、財政出動はつけを後に回す悪い政策である、③少子高齢化の日本の将来は暗い、の三つの思い込みは捨てるべきであろう。

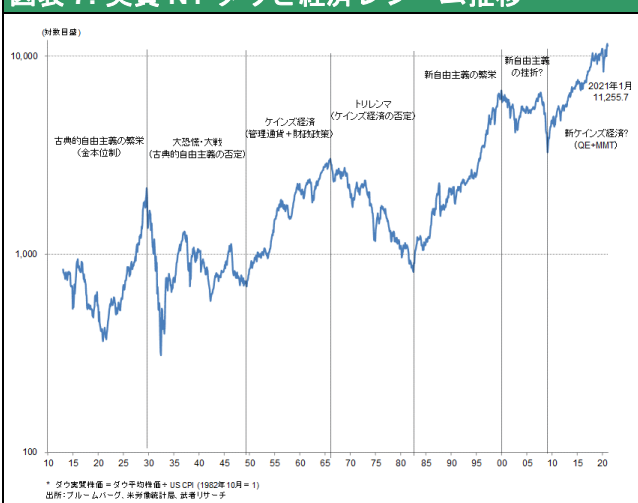
### 悲観論誤り①インフレ、金利上昇は株価暴落を起こさない

米国でのインフレ高進=長期金利上昇が株式バブルを崩壊させるとの議論が根強い。財政金融一体緩和は、インフレか政府破綻に帰結し失敗するとの見方が多くのエコノミストに共有されている。そして米国では金利上昇が株価崩落を招くとの議論がある。この議論は二つの理由から誤りである。第一にインフレは株式などの実質資産価値を引き下げる。また政府の実質債務を減価させる。つまりインフレは資産と債務を両建てで棒引きし、平和的に調整する。1970年代の米国はまさにそれであった(1967年から1982年にかけて名目株価は横ばいであったが年率7%のインフレにより実質株価は15年間で3分の1に減価したのである)。インフレは株価暴落を巻き起こさないのである。図表6の米国NYダウ(名目値)と、図表7の実質NYダウの推移を比較すれば、インフレによる平和的資産価格の減価が、経済信頼感の顕著なダメージなしに遂行された経緯がわかるであろう。

図表 6: NY ダウ 120 年推移



図表 7: 実質 NY ダウと経済レジーム推移

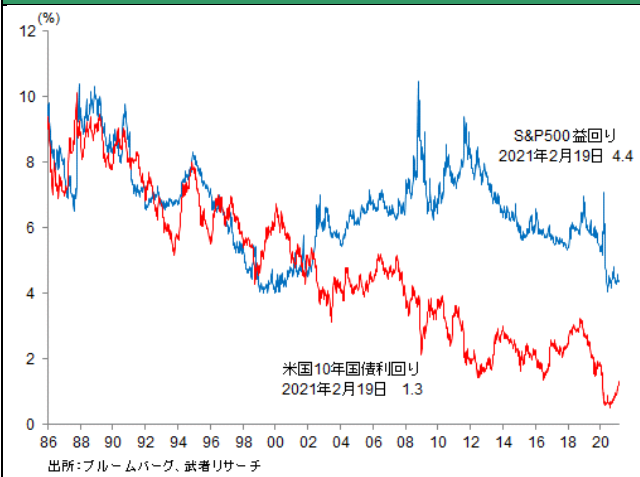


### 悲観論の誤り②金利上昇で金融市場の裁定機能が復元する

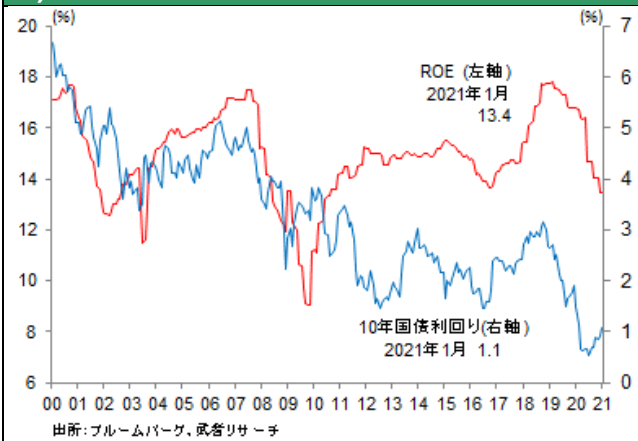
第二に2000年まで米国株式(SP500)の益回りと、10年国債利回りはほぼ同水準、かつ連動してきた(図表8)。株式と債券の間で明確な裁定投資が行われていたのである。しかし、2000年以降国債利回りが低下するのに、株式益回りは高止まりし、両者の乖離が拡大した、つまり裁定的投資がなくなり、投資家の債券選好(=リスク回避姿勢)が定

着した。この乖離はリーマンショック以降一段と深刻化した。つまり債券対比で株式の割安化が定着したのである。貯蓄余剰、ゼロ金利、デフレ化(欧米では日本化 **japanification** と言う)のリスクが高まっていた。財政出動→期待インフレの高まり→長期金利の上昇(=債券の値下がり)、という想定されるプロセスは、株式と債券との裁定取引を復元させ、金融資本市場を活性化、正常化するものである。割高であった債券価格の是正は不可避だが、それが株価の下落をもたらすという議論は、全く道理にかなわないことは明らかであろう。

図表 8: 米国株式益回りと 10 年国債債券利回り推移



図表 9: 米国利潤率(ROE)と利率(10 年国債利回りの乖離



### (3) 武者リサーチの一貫した楽観論の正しさ

日本株式を巡る「非理性的悲観論(irrational pessimism)」の批判は過去 10 年間、武者リサーチだけが続けてきた主張であった。武者リサーチの主張は、以下の著作と執筆時点の株価を見ていただきたい。

2009年8月6日	「日本株大復活」(PHP研究所)	10,388円
2011年3月11日	「失われた20年の終わり」(東洋経済新報社)	10,254円
2013年4月30日	「日本株式100年に一度の波が来た」(中経出版)	13,861円
2013年6月2日	「超金融緩和の時代」(日本実業出版社)	13,261円
2017年8月17日	「結局勝ち続けるアメリカ経済、一人負けする中国経済～漁夫の利を得る日本～」(講談社)	19,702円
2018年6月29日	「史上最大のメガ景気がやってくる、日本の将来を楽観視するべき5つの理由」(KADOKAWA)	22,304円
2020年6月22日	「アフターコロナ V字回復する世界経済」(ビジネス社)	22,437円

また、武者リサーチ HP (<https://www.musha.co.jp/>) に掲載している過去 10 年間のレポートをご覧ください。現在の株価上昇を予想した武者リサーチの一貫した分析と論理を確認されたい。

著作権表示©2021 株式会社武者リサーチ

本書で言及されている意見、推定、見通しは、本書の日付時点における武者リサーチの判断に基づいたものです。本書中の情報は、武者リサーチにおいて信頼できると考える情報源に基づいて作成していますが、武者リサーチは本書中の情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性等を明示的にも、黙示的にも一切保証するものではありません。かかる情報・意見等に依拠したことにより生じる一切の損害について、武者リサーチは一切責任を負いません。本書中の分析・意見等は、その前提が変更された場合には、変更が必要となる性質を含んでいます。本書中の分析・意見等は、金融商品、クレジット、通貨レート、金利レート、その他市場・経済の動向について、表明・保証するものではありません。また、過去の業績が必ずしも将来の結果を示唆するものではありません。本書中の情報・意見等が、今後修正・変更されたとしても、武者リサーチは当該情報・意見等を改定する義務や、これを通知する義務を負うものではありません。貴社が本書中に記載された投資、財務、法律、税務、会計上の問題・リスク等を検討するに当たっては、貴社において取引の内容を確実に理解するための措置を講じ、別途貴社自身の専門家・アドバイザー等にご相談されることを強くお勧めいたします。本書は、武者リサーチからの金融商品・証券等の引受又は購入の申込又は勧誘を構成するものではなく、公式又は非公式な取引条件の確認を行うものではありません。本書および本書中の情報は秘密であり、武者リサーチの文書による事前の同意がない限り、その全部又は一部をコピーすることや、配布することはできません。